

福瑞达 (600223.SH)

全年业绩阶段性承压，瓊尔博士持续推进调整

优于大市

核心观点

全年业绩在调整期短期承压。公司 2025 年全年实现营业收入 36.51 亿元/yoy-8.33%；归母净利润 1.88 亿元/yoy-22.90%。单 Q4 实现营业收入 10.54 亿元/yoy-10.67%，归母净利润 0.46 亿元/yoy-36.42%。

化妆品板块 2025 年化妆品业务实现营收 22.46 亿/yoy-9.27%，毛利率 62.55%，与去年同期基本持平。其中颐莲品牌实现 10.43 亿元/yoy+8.26%，受益于核心大单品喷雾势能持续释放，膨润系列作为第二增长曲线增长迅速，品牌保持强劲势头；瓊尔博士实现 9.47 亿/yoy-27.17%，目前品牌仍处于战略调整期，业绩短期承压，但 Q4 瓊尔博士实现 3.01 亿/yoy-23.2%，已经逐季收窄降幅。此外，新锐品牌珂谧表现突出，应用行业首创穿膜胶原技术，全年销售额达到 1.55 亿/yoy+258%。

药品板块 2025 年实现营收 4.12 亿/yoy-19.53%，毛利率 51.38%/yoy-0.94pct。业绩下滑主要受药品集采等政策调控影响，多款产品销售价格和销量出现明显下滑。原料及添加剂板块 2025 年实现营收 3.79 亿/yoy+10.67%，毛利率 40.62%/yoy+4.70pct。板块增长主要由产品结构优化驱动，高毛利的化妆品级与医药级透明质酸产品销量显著增长带动毛利率大幅改善，同时海外拓展医药级玻尿酸取得迅速进展，为板块带来显著优势。

收入承压导致部分费用率上行。2025 年公司整体毛利率为 52.76%/yoy+0.08pct，维持稳定。费用率方面，2025 年销售/管理/研发费用率分别约为 37.44%/4.91%/4.43%，同比+0.72//+0.32/+0.24pct，受营业总收入下滑影响整体费用率略有上行。营运与现金流方面，2025 年公司存货周转天数和应收账款周转天数分别变动-3/+2 天，2025 年经营性现金流净额达到 2.76 亿/yoy+20.80%，整体现金流保持充沛且稳健。

风险提示：宏观环境风险，新品销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司依托生物活性原料全产业链优势，深耕功能性护肤主赛道，加码研发优化产品矩阵，线上全域渠道运营持续提效；医药板块聚焦核心专科领域，稳步推进产品管线落地，以产品结构优化对冲集采压力；原料板块通过产品结构调整带动收入和毛利率同时提升。考虑到短期瓊尔博士仍需时间进行调整，同时化妆品线上投放费率持续升高，我们下调 2026-2027 年归母净利润至 2.16/2.39（原值为 2.94/3.32）亿，并新增 2028 年归母净利润至 2.57 亿，对应 PE 为 32/29/27 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,983	3,651	3,815	4,058	4,250
(+/-%)	-13.0%	-8.3%	4.5%	6.4%	4.7%
净利润(百万元)	244	188	216	239	257
(+/-%)	-19.7%	-22.9%	15.0%	10.9%	7.4%
每股收益(元)	0.24	0.18	0.21	0.24	0.25
EBIT Margin	6.2%	4.9%	5.3%	5.7%	5.9%
净资产收益率 (ROE)	5.9%	4.4%	5.0%	5.3%	5.6%
市盈率 (PE)	28.3	36.7	31.9	28.8	26.8
EV/EBITDA	23.7	27.6	27.1	24.4	22.4
市净率 (PB)	1.68	1.63	1.58	1.54	1.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔蓉若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	6.77 元
总市值/流通市值	6882/6882 百万元
52 周最高价/最低价	9.42/6.38 元
近 3 个月日均成交额	73.00 百万元

市场走势

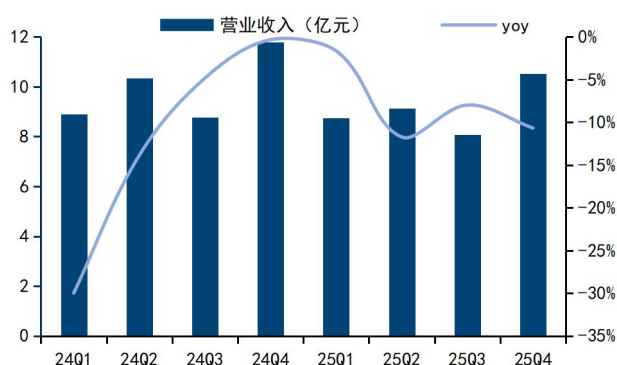


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《福瑞达 (600223.SH) - 战略调整致业绩短期承压，期待下半年新品表现》——2025-08-24
- 《福瑞达 (600223.SH) - 2024 年剔除地产影响归母净利润增长 6%，毛利率持续优化》——2025-03-24
- 《福瑞达 (600223.SH) - 化妆品业务调整期致收入承压，降本增效支撑毛利结构优化》——2024-10-29
- 《福瑞达 (600223.SH) - 上半年化妆品业务同比增长 7.2%，期待后续经营提速》——2024-08-26
- 《福瑞达 (600223.SH) - 化妆品业务稳健发展，盈利水平持续优化》——2024-04-30

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



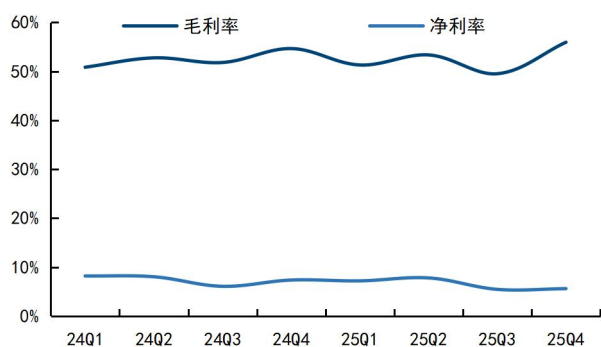
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



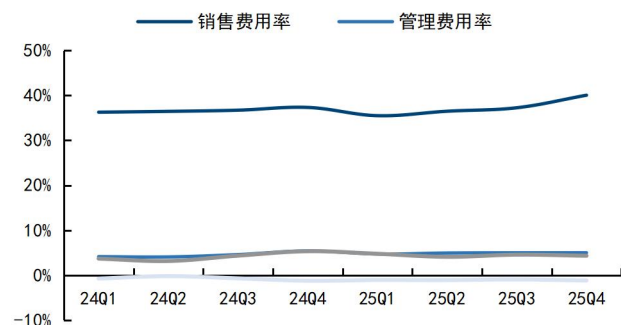
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率及净利率情况



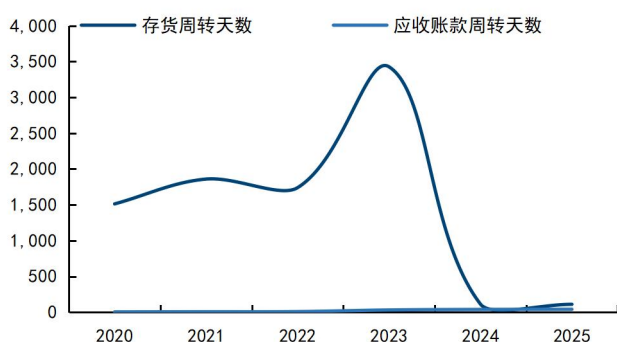
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率情况



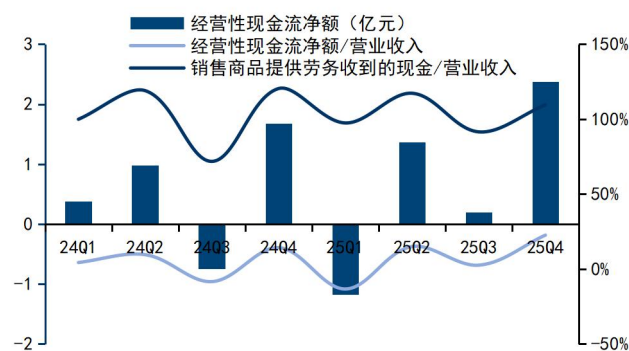
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2026-4-3)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (25A)	PEG (26E)	投资评级
				25E	26E	27E	28E	25E	26E	27E	28E			
600223.SH	福瑞达	6.77	69	0.18	0.21	0.24	0.25	39.85	31.88	28.75	26.78	4.44	2.13	优于大市
603983.SH	丸美生物	24.36	98	0.62	0.80	0.93	1.04	53.77	30.54	26.13	23.48	7.42	1.04	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2948	2895	2981	3000	3000	营业收入	3983	3651	3815	4058	4250
应收款项	465	479	481	500	477	营业成本	1885	1725	1797	1907	1993
存货净额	559	437	576	610	635	营业税金及附加	40	39	38	41	42
其他流动资产	173	172	153	162	170	销售费用	1463	1367	1440	1534	1611
流动资产合计	4144	3983	4190	4272	4283	管理费用	183	179	175	179	181
固定资产	1179	1191	1235	1443	1658	研发费用	167	162	164	166	170
无形资产及其他	163	168	181	195	208	财务费用	(29)	(39)	(54)	(54)	(53)
投资性房地产	386	367	367	367	367	投资收益	64	55	70	75	80
长期股权投资	129	148	153	158	163	资产减值及公允价值变动	12	10	(10)	(10)	(10)
资产总计	6000	5858	6127	6435	6678	其他收入	(179)	(160)	(164)	(166)	(170)
短期借款及交易性金融负债	234	127	130	196	185	营业利润	338	286	315	349	375
应付款项	413	289	336	381	423	营业外净收支	8	(1)	0	0	0
其他流动负债	459	430	504	534	558	利润总额	346	285	315	349	375
流动负债合计	1106	846	970	1111	1166	所得税费用	50	47	44	49	53
长期借款及应付债券	45	6	6	6	16	少数股东损益	53	50	55	61	65
其他长期负债	61	58	54	56	57	归属于母公司净利润	244	188	216	239	257
长期负债合计	106	64	60	62	73	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1212	910	1030	1173	1239	净利润	244	188	216	239	257
少数股东权益	683	715	745	779	815	资产减值准备	(4)	(2)	172	24	30
股东权益	4105	4233	4352	4483	4625	折旧摊销	96	103	91	100	110
负债和股东权益总计	6000	5858	6127	6435	6678	公允价值变动损失	(12)	(10)	10	10	10
关键财务与估值指标						财务费用	(29)	(39)	(54)	(54)	(53)
每股收益	0.24	0.18	0.21	0.24	0.25	营运资本变动	2989	(31)	167	38	86
每股红利	0.10	0.11	0.10	0.11	0.11	其它	35	22	(142)	10	6
每股净资产	4.04	4.16	4.28	4.41	4.55	经营活动现金流	3348	270	514	421	499
ROIC	4%	3%	4%	4%	4%	资本开支	0	(112)	(330)	(354)	(378)
ROE	6%	4%	5%	5%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	53%	53%	53%	53%	53%	投资活动现金流	11	(131)	(335)	(359)	(383)
EBIT Margin	6%	5%	5%	6%	6%	权益性融资	(0)	12	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	8%	8%	9%	负债净变化	(620)	(39)	0	0	10
收入增长	-13%	-8%	4%	6%	5%	支付股利、利息	(102)	(112)	(97)	(108)	(116)
净利润增长率	-20%	-23%	15%	11%	7%	其它融资现金流	(700)	97	3	66	(11)
资产负债率	32%	28%	29%	30%	31%	融资活动现金流	(2144)	(191)	(94)	(42)	(116)
息率	1.5%	1.6%	1.4%	1.6%	1.7%	现金净变动	1214	(53)	85	19	0
P/E	28.3	36.7	31.9	28.8	26.8	货币资金的期初余额	1734	2948	2895	2981	3000
P/B	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5	货币资金的期末余额	2948	2895	2981	3000	3000
EV/EBITDA	23.7	27.6	27.1	24.4	22.4	企业自由现金流	0	110	101	(19)	35
						权益自由现金流	0	169	151	94	80

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032